

University of Groningen

Waardebepaling bij financiële herstructurering en de nieuwe WHOA

Holterman, Wim; van den Berg, S.

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

DOI:
[10.5117/mab.93.35277](https://doi.org/10.5117/mab.93.35277)

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2019

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Holterman, W., & van den Berg, S. (2019). Waardebepaling bij financiële herstructurering en de nieuwe WHOA. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 93(5/6), 159-170.
<https://doi.org/10.5117/mab.93.35277>

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Waardebepaling bij financiële herstructureringsen en de nieuwe WHOA

Wim Holterman, Sebastiaan van den Berg

Received 8 April 2019 | Accepted 8 July 2019 | Published 12 July 2019

Samenvatting

Geïnspireerd op de Engelse *Scheme of Arrangement* en het Amerikaanse *Chapter 11*, is door de regering op 5 juli 2019 het wetsvoorstel voor de Wet homologatie onderhands akkoord (“**WHOA**”) ingediend bij de Tweede Kamer. De WHOA beoogt een regeling voor een gerechtelijk dwangakkoord buiten faillissement te introduceren, hetgeen het reorganiserend vermogen van ondernemingen dient te versterken en onnodige faillissementen te voorkomen. In dit artikel beschouwen de auteurs de belangrijke rol die waarde-bepaling bij financiële herstructureringsen speelt. Ze gaan eerst in op financiële herstructureringsen in het algemeen en het doel en de opzet van de WHOA. Vervolgens wordt de rol van waardebepaling binnen het kader van de WHOA uiteengezet en bespreken de auteurs welke vraagstukken zich daarbij in de praktijk kunnen voordoen.

Relevantie voor de praktijk

De WHOA beoogt een nieuwe wettelijke regeling voor financiële herstructureringsen buiten faillissement of surseance van betaling te introduceren. Waardebepaling speelt daarbij een belangrijke rol. Dit artikel gaat in op de plaats van waardebepaling binnen de WHOA en de vraagstukken die zich daarbij in de praktijk kunnen voordoen.

Trefwoorden

Waardering, WHOA, dwangakkoord, insolventierecht, reorganisatiewaarde, ondernemingswaarde, distress

1. Inleiding

Op 5 juli 2019 heeft de regering het wetsvoorstel voor de Wet homologatie onderhands akkoord (“**WHOA**”) en de Memorie van Toelichting (“**MvT**”) daarbij, ingediend bij de Tweede Kamer.¹ Ten aanzien van het reeds in 2017 gepubliceerde voorontwerp voor de WHOA heeft eind 2017 een consultatie plaatsgevonden.² Vervolgens heeft de Raad van State over het wetsvoorstel geadviseerd.³ Wij gaan in dit artikel in op de waarderingsvragen die een rol spelen bij financiële herstructureringsen in het algemeen en de WHOA in het bijzonder.

De WHOA heeft betrekking op ondernemingen die wel levensvatbaar zijn, maar vanwege een te zware schuldenlast toch insolvent dreigen te raken (MvT, p. 1). De WHOA voorziet in een regeling op basis waar-

van de rechtbank kan overgaan tot goedkeuring van een akkoord betreffende de herstructurering van de schulden van een onderneming en de aanpassing van de rechten van de aandeelhouders, zodat de schuldeisers of aandeelhouders die niet met het akkoord hebben ingestemd op grond van nader toe te lichten voorwaarden toch aan het akkoord kunnen worden gebonden. Om deze reden wordt ook gesproken van een dwangakkoord. Het doel van het dwangakkoord is om het reorganiserend vermogen van ondernemingen te versterken en te voorkomen dat een kleine groep van schuldeisers of aandeelhouders de belangen van de overige bij de ondernemingen betrokken partijen schaadt door een herstructurering, waarmee een faillissement kan worden afgewend, tegen te houden.⁴ De mogelijkheid een akkoord te implementeren buiten de situatie van surseance van betaling en faillissement, is

van belang vanwege het feit dat veel surseances eindigen in faillissement en dat de uitkeringen aan schuldeisers in faillissement (*'recovery rates'*) in Nederland bijzonder laag zijn (zie Boot and Ligterink 2000a; MvT, p. 3). Mogelijke verklaringen voor deze lage *'recovery rates'* zijn de lange duur van surseance- en faillissementsprocedures en dat activa tegen een te lage prijs worden verkocht. Een andere verklaring is dat surseance- en faillissementsprocedures te laat worden gestart en de onderneming er financieel al slecht voor staat (zie Boot and Ligterink 2000b). De WHOA biedt levensvatbare ondernemingen een instrument om tijdig en snel te herstructureren zodat meer waarde behouden kan blijven.

Bij de besluitvorming en onderhandelingen over een dwangakkoord speelt waardebepaling een belangrijke rol. Zo dient de vraag te worden beantwoord of de financiële herstructurering en de voortzetting van de onderneming gunstig zijn voor de gezamenlijke vermogensverschaffers. Daartoe dient de waarde van de onderneming bij herstructurering vergeleken te worden met de waarde zonder herstructurering. Als zonder herstructurering een faillissement onafwendbaar is, betreft dit een vergelijking met de waarde in faillissement. In het meest negatieve scenario is deze waarde gelijk aan de verkoopopbrengst van afzonderlijke activa bij beëindiging van de ondernemingsactiviteiten. Daarnaast is voor individuele vermogensverschaffers van belang of de waarde van het aangepaste recht/vermogenstitel (of uitkering in contanten) die zij krijgen in het kader van de financiële herstructurering, hoger is dan de uitkering die zij zouden ontvangen in faillissement.

Hoewel waardebepaling bij financiële herstructurerings op grond van de WHOA dus een belangrijke rol speelt, komt dit onderwerp in het wetsvoorstel en de MvT slechts summier aan de orde. In dit artikel bespreken wij de rol van waardebepaling onder de WHOA en welke vraagstukken zich daarbij in de praktijk kunnen voordoen.

Paragraaf 2 bevat een korte introductie over financiële herstructurerings en de functie van een dwangakkoord. In paragraaf 3 wordt de WHOA kort toegelicht. In paragraaf 4 wordt weergegeven wat de rol van waardebepaling is bij de toetsing van de voorwaarden voor goedkeuring door de rechtbank. In paragraaf 5 wordt besproken dat onzekerheden, die inherent zijn aan waarderingsvraagstukken, die zich in de praktijk kunnen voordoen bij de bepaling van de waarde onder het akkoord (paragraaf 6) en de waarde bij faillissement (paragraaf 7). Paragraaf 8 bevat enkele conclusies en aanbevelingen.

2. Financiële herstructurering en de functie van een dwangakkoord

Bij ondernemingen in moeilijkheden – *'distress'* – wordt veelal onderscheid gemaakt tussen problemen met be-

trekking tot de levensvatbaarheid en rentabiliteit van de ondernemingsactiviteiten (*'economic distress'*) en moeilijkheden met betrekking tot het kunnen voldoen aan financiële verplichtingen (*'financial distress'*). Zie bijvoorbeeld Andrade and Kaplan 1998. Economic distress doet zich voor als de ondernemingsactiviteiten onvoldoende rendabel zijn en de onderneming op basis van het bestaande beleid niet levensvatbaar is. Dit kan bijvoorbeeld veroorzaakt worden door ontwrichtende veranderingen in de afzetmarkt, technologische ontwikkelingen, een onjuiste strategie of zwak management. Financial distress doet zich voor als een onderneming niet meer aan haar financiële verplichtingen kan of dreigt te kunnen voldoen. Financial distress kan het gevolg zijn van economic distress, maar kan zich ook voordoen als de onderneming er bedrijfsmatig goed voorstaat, geen economic distress ondervindt, maar enkel te veel vreemd vermogen heeft.⁵

Financial distress heeft negatieve gevolgen voor de onderneming. In de financieringsliteratuur wordt onder meer gewezen op het feit dat aandeelhouders in een dergelijke situatie weinig belang hebben om te investeren in betrekkelijk risicoloze projecten met een positieve netto contante waarde maar wel een belang hebben bij risicovolle investeringen met een negatieve contante waarde (het zogenaamde onder- en overinvesteringsprobleem; zie bijvoorbeeld Jensen and Meckling 1976 en Myers 1977). Financial distress kan een negatieve spiraal op gang brengen die zonder adequaat ingrijpen kan leiden tot economic distress en uiteindelijk de ondergang van een onderneming. Financial distress kan ertoe leiden dat ook andere belangrijke stakeholders, zoals leveranciers, werknemers en klanten zich terugtrekken en dat de levensvatbaarheid van de onderneming (verder) wordt aangetast. Dit leidt tot een verdere verslechtering van de financierbaarheid van de onderneming en verdere aantasting van de levensvatbaarheid. Als deze negatieve spiraal niet gekeerd wordt komt er een moment waarop de onderneming niet meer aan haar operationele betalingsverplichtingen kan voldoen en dreigt faillissement. Deze neerwaartse spiraal van financial distress leidt ertoe dat in toenemend tempo en onomkeerbaar waarde van de onderneming verdampt en vermogensverschaffers uiteindelijk niet meer rest dan de liquidatiewaarde in faillissement (Van den Berg 2019, par. 3.3.1.2).

Om deze neerwaartse spiraal te doorbreken dient de onderneming geherstructureerd te worden, uiteraard mits de onderneming na herstructurering levensvatbaar is. Hoe eerder de herstructurering plaatsvindt, hoe meer waarde behouden kan blijven. Herstructurering bestaat in de praktijk meestal uit een combinatie van operationele en financiële herstructurering. Operationele herstructurering betreft een herstructurering van de ondernemingsactiviteiten teneinde de onderneming weer rendabel en levensvatbaar te maken, zodat geen sprake meer is van economic distress. Hierbij kan gedacht worden aan maatregelen gericht op een wijziging van de strategie, aanpassingen van de organisatie, nieuw management, de verkoop van bedrijfsonderdelen, of een combinatie van deze

maatregelen. Financiële herstructurering is gericht op het reduceren van de schuldenlast en het normaliseren van de uit het lood geslagen vermogensstructuur. De belangrijkste instrumenten voor financiële herstructurering zijn: (i) aanpassing van de schuldvoorwaarden, bijvoorbeeld een verlenging van de looptijd, een afboeking van de hoofdsom en aanpassing van overige leningsvoorwaarden, (ii) een omzetting van schulden in aandelen ('*debt-for-equity swap*'), en (iii) nieuw vermogen, bijvoorbeeld via een aandelenemissie of het aangaan van een achtergestelde lening (vgl. Couwenberg 1997, pp. 21 e.v.).

Bij financiële herstructurering blijft de onderneming – goeddeels – in handen van de bestaande financiers. Een alternatief voor financiële herstructurering is de verkoop van de onderneming als *going concern* aan een derde, waarbij de opbrengst vervolgens op basis van de wettelijke rangorde aan de vermogensverschaffers uitgekeerd wordt. Diverse auteurs achten verkoop aan een derde, idealiter via een veiling, superieur aan een financiële reorganisatie (zie bijvoorbeeld Baird 1986). Een veiling leidt volgens hen tot de hoogste opbrengst, terwijl een financiële reorganisatie vaak veel tijd vergt, kostbaar is en overschaduwd wordt door belangenconflicten, vertragingsacties en discussies over waardebepaling. Tegen deze opvatting kan het nodige worden ingebracht. Ondernemingen in problemen zijn vaak moeilijk te verkopen, onder meer omdat kopers in dezelfde bedrijfstak mogelijk te kampen hebben met vergelijkbare problemen. Verder staan de grote informatieasymmetrie bij ondernemingen in distress en de zwakke onderhandelingspositie van de verkoper een optimale verkoopprijs in de weg (zie bijvoorbeeld Shleifer and Vishny 1992). In die omstandigheden zal de prijs die gerealiseerd kan worden bij verkoop aan een derde lager zijn dan de waarde van de onderneming in handen van de huidige vermogensverschaffers. Of verkoop te verkiezen is boven een financiële herstructurering zal van de omstandigheden in een concreet geval afhangen. Op het moment dat een akkoord onder de WHOA wordt aangeboden, ligt het voor de hand dat de mogelijkheid tot verkoop van de onderneming al is onderzocht en dat de conclusie is getrokken dat een verkoop niet mogelijk is of tot lagere opbrengst zou leiden dan de waarde die bij een financiële herstructurering kan worden gerealiseerd en daarom als alternatief is afgefallen.

Indien voor alle vermogensverschaffers evident is dat de onderneming levensvatbaar is en financiële herstructurering – al dan niet in combinatie met operationele herstructurering – tot waarde-optimalisatie leidt, kan berekend worden dat een dwangakkoord zoals voorgesteld in de WHOA niet nodig is. Iedereen heeft dan immers een economisch belang bij de financiële herstructurering. In de praktijk bestaan echter verschillende belemmeringen om onderhands tot een akkoord te komen:

- 'asymmetrische informatie': '*insiders*', zoals management en afhankelijk van de situatie ook de aandeelhouders en banken beschikken over meer informatie dan '*outsiders*' zoals bijvoorbeeld obli-

gatiehouders. *Outsiders* kunnen daarom geen goede inschatting maken van de levensvatbaarheid van de onderneming, de daaraan verbonden waarde en de opbrengsten bij een faillissement. Deze informatieachterstand in combinatie met de natuurlijke belangentegenstelling tussen de verschillende vermogensverschaffers leidt ertoe dat het door insiders opgestelde reorganisatieplan en de waarderingen die ten grondslag liggen aan het akkoord met scepsis zullen worden bekeken (Brown 1989; Giammarino 1989).

- belangentegenstelling tussen verschillende klassen vermogensverschaffers. Ook als de waarde van een onderneming bij een financiële herstructurering hoger is dan bij faillissement, kunnen vermogensverschaffers toch een economisch belang hebben om niet mee te werken aan een financiële herstructurering. Zo hebben aandeelhouders van een onderneming in distress vaak nog weinig te verliezen maar profiteren zij wel als de onderneming zich tegen de verwachting in gunstig ontwikkelt.⁶ Een financiële herstructurering betekent veelal dat aandeelhouders gezien hun rang in de vermogensstructuur, hun rechten geheel of gedeeltelijk verliezen en dus ook de mogelijkheid om te profiteren van het onwaarschijnlijke herstel van de onderneming. Aan het andere uiterste van het spectrum bevinden zich de banken die financiering met zekerheden hebben verstrekt. Als zij bij een faillissement naar verwachting 100% van hun vordering kunnen innen, ligt het niet zonder meer voor de hand dat voortzetting van financiering van een geherstructureerde onderneming voor hen aantrekkelijk is. Er is immers een mogelijkheid dat als de financiële herstructurering uiteindelijk niet succesvol blijkt te zijn, de banken minder dan 100% van hun vordering kunnen innen.
- De belangentegenstelling uit zich ook in een verschil van mening tussen de vermogensverschaffers over de onderlinge verdeling van het 'surplus' van de '*going concern*'-waarde van de onderneming bij financiële herstructurering boven de waarde die zij zonder financiële herstructurering zouden kunnen ontvangen. Als vermogensverschaffers het niet eens zijn over de 'eerlijke' verdeling van het surplus kan dit een onderhands akkoord in de weg staan.
- Strategisch gedrag van individuele vermogensverschaffers om een akkoord te dwarsbomen ('*hold out*'). Voor wijzigingen in de rechten van vermogensverschaffers is in de meeste gevallen medewerking van alle individuele vermogensverschaffers noodzakelijk.⁷ Individuele crediteuren, maar ook aandeelhouders, kunnen een akkoord buiten surseance of faillissement thans dus frustreren door geen medewerking aan de herstructurering te verlenen. De overige crediteuren hebben dan geen andere keus dan de dwarsliggende crediteuren 100% van hun vordering aan te bieden, waardoor de kosten van herstructurering volledig op hen worden afgewenteld.

- Spreiding van schulden over meerdere schuldeisers en verschillende soorten schuldtitels. Naarmate schulden gespreid zijn over meerdere crediteuren, zoals bij obligatieleningen en gesyndiceerde leningen het geval is, is de kans op coördinatieproblemen en meningsverschillen groter. Dat is ook het geval naarmate een onderneming meer soorten schuld met verschillende voorwaarden en looptijden heeft uitstaan.

Een dwangakkoord, zoals de WHOA, kan soelaas bieden voor deze belemmeringen. In de volgende paragraaf lichten we dat nader toe.

3. De hoofdlijnen van de WHOA

De WHOA voorziet in een regeling op basis waarvan de rechtbank kan overgaan tot goedkeuring van een akkoord betreffende de sanering en herstructurering van de schulden van een onderneming en de aanpassing van de rechten van de aandeelhouders, zodat de schuldeisers of aandeelhouders die niet met het akkoord hebben ingestemd toch aan het akkoord kunnen worden gebonden.

Het uitgangspunt van de WHOA is dat de onderneming het initiatief neemt en het akkoord aanbiedt. Het akkoord kan aan alle schuldeisers en de aandeelhouders van de vennootschap, of slechts aan een aantal van hen, worden aangeboden. Het akkoord dient alle informatie te bevatten die voor een geïnformeerd oordeel door de vermogensverschaffers nodig is. Onder andere moet inzichtelijk worden gemaakt hoe de financiële en eventueel operationele herstructurering uitzicht geven op een gezonde levensvatbare onderneming (artikel 375 lid 2 sub e WHOA).

Het akkoord specificeert de wijziging van de rechten van de vermogensverschaffers in het kader van de financiële herstructurering. Het akkoord dient tevens waarderings te bevatten op basis waarvan vermogensverschaffers een oordeel kunnen vormen; hiervoor verwijzen wij naar paragraaf 4 van dit artikel. In de praktijk zal de onderneming met de vermogensverschaffers in overleg treden en onderhandelen tegen de achtergrond van het alternatief van een dwangakkoord. Het ligt voor de hand dat pas als de onderneming verwacht dat het akkoord op voldoende steun kan rekenen, een definitief akkoord wordt aangeboden. De WHOA voorziet ook in de mogelijkheid om reeds in het voortraject gerezen geschillen, bijvoorbeeld over de verschaft informatie en waarderings, aan de rechter voor te leggen.

De vermogensverschaffers stemmen vervolgens over het aangeboden akkoord. Alleen de vermogensverschaffers van wie de rechten worden gewijzigd zijn stemgerechtigd. Voor de stemming worden de vermogensverschaffers die verschillende rechten hebben in verschillende klassen ingedeeld. Voor het aannemen van het akkoord door een klasse schuldeisers is vereist dat ten minste 2/3 van het totale bedrag aan vorderingen waarvan een stem wordt uitgebracht, voor het akkoord stemt. Bij een klasse aandeelhouders gaat het om ten minste 2/3 van het aan-

tal uitgebrachte stemmen. Met deze stemprocedure kan een 2/3 meerderheid van een klasse haar wil opleggen aan de minderheid. Deze stemverhoudingen bieden een oplossing voor het in paragraaf 2 besproken ‘*hold out*’-probleem. Een tegenstemmende vermogensverschaffer geniet echter wel bescherming. De rechtbank zal op verzoek van één of meer vermogensverschaffers – ongeacht of de klasse waartoe zij behoren voor of tegen heeft gestemd – het verzoek tot goedkeuring van het akkoord weigeren als de desbetreffende aandeelhouder of schuldeiser rechten zou krijgen die een aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de betaling die zij naar verwachting ontvangen bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement. In het Amerikaanse systeem wordt dit criterium de ‘*best interest of creditors test*’ genoemd (Tabb 2009, par. 11.26).

Het akkoord kan aan de rechter ter goedkeuring worden voorgelegd indien ten minste één klasse van de vermogensverschaffers met het akkoord heeft ingestemd. Dat betekent dat het akkoord aan (een) tegenstemmende klasse(n) kan worden opgelegd, de zogenoemde ‘*cram down*’ (Tabb 2009, par. 11.30; Broude 1984). Aan deze goedkeuring zijn voorwaarden verbonden die op verzoek van één of meer tegenstemmende vermogensverschaffers uit een tegenstemmende klasse ingeroepen kunnen worden.⁸ De voor het doel van het onderhavige artikel meest essentiële voorwaarden houden in dat de verdeling van waarde van de rechten over de verschillende klassen onder het akkoord conform juridische rang dient plaats te vinden (Tollenaar 2016, p. 78). Een klasse kan pas waarde ontvangen (in de vorm van een vermogenstitel of uitkering in contanten) als de leden van de hoger geschikte klasse(n) 100% van, kort gezegd, hun geverifieerde vordering hebben ontvangen⁹; daarnaast mag een klasse niet meer ontvangen dan 100% (de ‘*not more than 100% rule*’). De goedkeuringscriteria van de WHOA zijn geïnspireerd op Chapter 11, waarin ze gezamenlijk de ‘*absolute priority rule*’ worden genoemd (Tabb 2009, p. 1168).¹⁰ Ook geldt dat gelijk gerangschikte vermogensverschaffers gelijk moeten worden behandeld: de ‘*no unfair discrimination test*’.¹¹

Deze criteria bieden regels voor het vraagstuk dat wij in paragraaf 2 signaleerden over het belangenconflict tussen vermogensverschaffers en de ‘eerlijke’ verdeling van het surplus van de *going concern*-waarde (boven de waarde zonder herstructurering) over de verschillende klassen van vermogensverschaffers. De ‘*absolute priority rule*’ komt er in essentie op neer dat vanwege het akkoord (in de Amerikaanse literatuur wordt in dit verband gesproken van de ‘*day of reckoning*’, zie bijvoorbeeld Baird 2017, p. 792) de uitstaande vermogenstitels hun optiewaarde – preciezer: de verwachtingswaarde van hun optie – verliezen. De aandeelhouders verliezen de verwachtingswaarde van hun call optie¹², de senior-schuldtitels worden ontdaan van de negatieve verwachtingswaarde van de geschreven put optie (Brealey et al. 2011, pp. 590–591). Er vindt *de facto* een overheveling van de optiewaarden plaats van junior-vermogensverschaffers naar meer seni-

or-vermogensverschaffers. De ‘*cram down*’-bepaling van de WHOA biedt de andere vermogensverschaffers bescherming voor het geval vermogensverschaffers uit het oogpunt van het behoud van de optiewaarde (of omdat zij de geschatte reorganisatiewaarde te laag achten) tegen het akkoord zouden stemmen.

Er is in de literatuur discussie over de vraag of de ‘*absolute priority rule*’ efficiënt is, dat wil zeggen of deze in overeenstemming is met het uitgangspunt van waarde-maximalisatie van de onderneming. Een alternatief is de ‘*relative priority rule*’, welke regel in het kader van de op 6 juni jl. aangenomen Europese herstructureringsrichtlijn¹³ overigens anders wordt uitgelegd dan in de Amerikaanse literatuur (zie bijvoorbeeld Casey 2011; Baird 2017¹⁴; De Weijs et al. 2019). Verschillende auteurs (zie bijvoorbeeld Gertner and Scharfstein 1991 en White 1989) wijzen erop dat afwijkingen van de ‘*absolute priority rule*’ (door junior-vermogensverschaffers waarde toe te kennen terwijl de senior-vermogensverschaffers nog niet volledig zijn voldaan) de in paragraaf 2 genoemde problemen van onder- en overinvesteringen kunnen mitigeren.

Ten slotte wijzen wij op het recht dat schuldeisers, die behoren tot een tegenstemmende klasse, hebben om in plaats van wat hen onder het akkoord wordt aangeboden, een uitkering in contanten te ontvangen ter hoogte van het bedrag dat zij in faillissement naar verwachting aan betaling in geld zouden ontvangen. Deze bepaling vinden we niet terug in de Engelse *Scheme of Arrangement* en Amerikaanse *Chapter 11*. Het recht op uitkering in contanten is met name aantrekkelijk voor financiers met zekerheden die bij faillissement een relatief hoge uitkering kunnen verwachten. In de MvT (p. 19) wordt dit recht als volgt onderbouwd:

“De afwijzingsgrond opgenomen in artikel 384, vierde lid, onder b, omvat een extra waarborg voor schuldeisers die niet met de vereiste meerderheid met het akkoord hebben ingestemd. Deze schuldeisers kunnen niet gedwongen worden om in de onderneming te blijven investeren, als zij bij een faillissement van de schuldenaar een uitkering in geld tegemoet zouden kunnen zien.”

Een mogelijk bezwaar van het recht op een uitkering in contanten is dat dit een akkoord mogelijk kan frustreren, omdat het de onderneming voor een herfinancieringsprobleem stelt in een situatie van distress waarbij herfinanciering per definitie al moeilijk is. De betreffende financiers kunnen hiermee een situatie van ‘hold out’ creëren omdat zonder hun medewerking een financiële herstructurering onmogelijk is (Van den Sigtenhorst et al. 2017, par. 2.2.14).

4. De WHOA en waardering

De WHOA en de MvT zijn zeer summier over waarde-bepaling. De WHOA geeft in artikel 375 lid 1 weer dat het akkoord informatie dient te bevatten die de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders nodig hebben om zich voor het plaatsvinden van de stemming een ge-

informeerd oordeel te kunnen vormen over het akkoord, waaronder:

- “d. de financiële gevolgen van het akkoord per klasse van schuldeisers en aandeelhouders;*
- e. de waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt;*
- f. de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement;*
- g. de bij de berekening van de waardes, bedoeld onder e en f, gehanteerde uitgangspunten en aannames;”*

De “*waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt*” duiden we in dit artikel aan als de ‘reorganisatiewaarde’ (vgl. Van den Berg et al. 2019; MvT, p. 57). En “*de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement*” is in het meest negatieve scenario de verkoopopbrengst van de afzonderlijke activa bij beëindiging van de ondernemingsactiviteiten, maar kan in een gunstiger scenario ook de opbrengst van een gedeeltelijke *going concern*-verkoop inhouden. In de paragrafen 6 en 7 lichten we dit nader toe. Een vergelijking van beide waarderingen geeft inzicht in de mate waarin de herstructurering voor de gezamenlijke vermogensverschaffers te verkiezen is boven faillissement. Een voorstel voor een akkoord dient alle informatie te omvatten die de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders nodig hebben om zich voor het plaatsvinden van de stemming een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen over het akkoord. Gelet op het bovenstaande vallen hieronder:

- de waardering van de vermogenstitels die vermogensverschaffers op basis van het akkoord verkrijgen. Het gaat hierbij in essentie om een verdeling van de reorganisatiewaarde over de verschillende vermogenstitels die op basis van het voorstel worden toegekend. Een waardering van deze vermogenstitels is nodig om te beoordelen of het akkoord voldoet aan de ‘*absolute priority rule*’ (waaronder de ‘*not more than 100% rule*’) en is ook nodig voor de ‘*best interest of creditors*’-test (zie paragraaf 3); en
- de opbrengst die individuele vermogensverschaffers bij faillissement ontvangen. Het gaat hier om een verdeling van de opbrengst bij faillissement volgens de wettelijke rangorde. Deze waardering is nodig in het kader van de ‘*best interest of creditors test*’ en kan ook nodig zijn om te kunnen bepalen welk bedrag vermogensverschaffers, die onder het akkoord mogen opteren voor een uitkering in contanten, naar verwachting in geld zouden ontvangen bij faillissement (zie paragraaf 3).

Uit het bovenstaande blijkt dat toetsing van een akkoord aan de wettelijke voorwaarden (voor goedkeuring van het akkoord door de rechtbank) in belangrijke mate

een waarderingsvraagstuk is. We sluiten deze paragraaf af met enkele procesmatige aspecten van de waardebepaling in het kader van de WHOA. De gang van zaken kan zijn dat de schuldenaar een conceptakkoord aanbiedt aan de vermogensverschaffers dat ook de benodigde waarderungen bevat. De kans is groot dat over de waarderungen discussie ontstaat. Die discussie zal niet alleen de waarderingsuitkomsten en gehanteerde uitgangspunten betreffen, maar ook de adequaatheid van de informatie die overlegd wordt om de waarderungen te kunnen beoordelen. Het mechanisme is zodanig dat de schuldenaar de mogelijkheid heeft om geschillen over de waarderungen en adequaatheid van de overlegde informatie in een vroegtijdig stadium ter toetsing aan de rechter voor te leggen (artikel 378 lid 1 WHOA). De schuldenaar zou hiertoe bijvoorbeeld kunnen overgaan als er sprake is van een belangrijk verschil van inzicht met een voor de stemming over een akkoord cruciale klasse van vermogensverschaffers. Meningsverschillen over de waardering kunnen ook in het kader van de homologatiezitting worden behandeld (artikel 384 lid 6 jo. artikel 378 lid 5 WHOA). De rechter kan in voornoemde situaties een deskundige aanwijzen om bepaalde waarderingsvragen te beantwoorden (artikel 378 lid 5 WHOA). Deze waarderingsopdracht zal, gelet op de situatie van distress, uiteraard in een korte doorlooptijd moeten worden uitgevoerd. De mogelijkheid dat de rechter in het kader van een homologatiezitting een waarderingsdeskundige kan aanwijzen betekent dat partijen in het onderhandelingsproces voorafgaand aan het aanbieden van het finale akkoord en bij het uitbrengen van hun stem een prikkel hebben om – uiteindelijk – een zo realistisch mogelijk standpunt over de waarderungen in te nemen.

5. Waarderingsonzekerheid bemoeilijkt effectieve toets homologatievoorwaarden

In de vorige paragraaf hebben we besproken dat de toetsen van het akkoord aan de homologatievoorwaarden, zoals de *'absolute priority rule'* (waaronder de *'not more than 100% rule'*) en de *'best interest of creditors'*, gebaseerd zijn op waarderungen.

Een kenmerk van waarderungen van ondernemingen is dat ze subjectief zijn en vaak uitgedrukt worden in grote bandbreedtes. Discussies over te hanteren methoden, prognoses en andere uitgangspunten kunnen ertoe leiden dat partijen er een geheel verschillende visie op de waarde van een onderneming op nahouden. Dit doet zich des te meer voor bij ondernemingen in distress waar onzekerheden groter zijn dan bij gezonde ondernemingen. Deze waarderingsonzekerheid bemoeilijkt een effectieve toets van het akkoord aan de homologatievoorwaarden. We illustreren dat aan de hand van een gestileerd voorbeeld.

Onderneming XYZ verkeert in financiële problemen. XYZ heeft een vermogensstructuur met drie uitstaande vermogenstitels:

- Een senior-lening met een marktwaarde van 50 en een nominale waarde van 100;
- Een achtergestelde lening met een marktwaarde van 20 en een nominale waarde van 60; en
- Eigen vermogen met een marktwaarde van 10.

De ondernemingswaarde van XYZ is gelijk aan de som van de marktwaarden van de uitstaande vermogenstitels, namelijk 80 (10 + 20 + 50). De financiële problemen van XYZ blijken uit de verhouding van de marktwaarde van het eigen vermogen (10) en de ondernemingswaarde (80) en de forse discount van de marktwaarde van de schulden ten opzichte van de nominale waarde.

Wij veronderstellen dat als XYZ failliet, de opbrengst bij liquidatie slechts 40 bedraagt. De vermogensverschaffers menen het beste af te zijn met een operationele en financiële herstructurering van XYZ. XYZ biedt de vermogensverschaffers een akkoord aan met de volgende elementen:

- De herstructurering resulteert in een reorganisatiewaarde van 120.
- De senior-schuld met een hoofdsom van 100 wordt omgezet in een nieuwe schuld met een waarde van 40. De senior-crediteuren verkrijgen daarnaast 75% van het aandelenkapitaal met een waarde van 60.
- De achtergestelde lening met een hoofdsom van 60 wordt eveneens omgezet in aandelenkapitaal; de houders krijgen 25% van het aandelenkapitaal met een waarde van 20.
- De oude aandeelhouders ontvangen niets.

Tabellen [1], [2] en [3] tonen de waarderungen in respectievelijk de huidige situatie van distress, bij faillissement en bij financiële herstructurering.

Tabel 1. Huidige marktwaarde XYZ in distress.

Ondernemingswaarde	80	Eigen vermogen	10
		Achtergestelde schuld	20
		Senior-schuld	50
<i>Totaal</i>	<i>80</i>	<i>Totaal</i>	<i>80</i>

Tabel 2. Opbrengst XYZ bij faillissement.

Liquidatiewaarde	40	Uitkering aan senior-schuld	40
------------------	----	-----------------------------	----

Tabel 3. Waarde XYZ bij financiële herstructurering.

Reorganisatiewaarde	120	Eigen vermogen		
		- geconverteerde senior-schuld	75%	60
		- geconverteerde achtergestelde schuld	25%	20
				80
		Senior-schuld		40
<i>Totaal</i>	<i>120</i>	<i>Totaal</i>		<i>120</i>

Uit de tabellen blijkt het volgende:

- De reorganisatie is gunstig voor de gezamenlijke vermogensverschaffers: de reorganisatiewaarde bedraagt 120, terwijl in faillissement slechts 40 zou kunnen worden gerealiseerd.
- Het akkoord voldoet aan de ‘*absolute priority rule*’ (waaronder de ‘*not more than 100% rule*’). De senior-schuldeisers verkrijgen aandelen en een nieuwe senior-schuld met een gezamenlijke waarde gelijk aan het nominale bedrag van de oorspronkelijke vordering. De houders van de achtergestelde lening ontvangen aandelen ter waarde van 33,3% van het nominale bedrag van hun oorspronkelijke vordering.¹⁵ De bestaande aandeelhouders verliezen hun belang volledig, volgens de ‘*absolute priority rule*’ mogen ze ook niets ontvangen omdat de houders van de achtergestelde leningen niet volledig worden voldaan.¹⁶
- Het plan voldoet aan de ‘*best interest of creditors test*’: geen van de vermogensverschaffers is slechter af dan in faillissement.

Wij introduceren vervolgens onzekerheid over de reorganisatiewaarde van XYZ. Schattingen van deze waarde variëren in een bandbreedte tussen 100 en 140; wij veronderstellen voorts dat deze onzekerheid zich vertaalt in onzekerheid over de waarde van het eigen vermogen in een bandbreedte van 60 tot 100. Uit tabel 4 blijkt dat bij een reorganisatiewaarde van 100 het akkoord niet langer voldoet aan de ‘*absolute priority rule*’: de senior-crediteuren worden niet volledig voldaan; ze krijgen slechts 85% van het nominale bedrag van hun vordering (namelijk 25% van het eigen vermogen met een waarde van 45 plus een nieuwe senior-schuld van 40), terwijl de achtergestelde schuldeisers 25% van het eigen vermogen ontvangen.

Tabel 4. Reorganisatiewaarde van 100 in plaats van 120 *).

Reorganisatiewaarde	100	Eigen vermogen		
		- geconverteerde senior-schuld	75%	45
		- geconverteerde achtergestelde schuld	25%	15
				60
		Senior-schuld		40
<i>Totaal</i>	<i>100</i>	<i>Totaal</i>		<i>100</i>

Tabel 5 laat zien dat bij een reorganisatiewaarde van 140 het akkoord niet langer voldoet aan de ‘*not more than 100% rule*’. De senior-crediteuren verkrijgen in dit geval 115% van het nominale bedrag van hun oorspronkelijke vordering.

De waarderingonzekerheid bemoeilijkt dus de toetsing van het akkoord aan de hand van de ‘*absolute priority rule*’, waaronder de ‘*not more than 100% rule*’. Strikt genomen kan men bij toepassing van deze criteria niet uit de voeten met een waarde-bandbreedte maar is een puntschatting nodig. Een puntschatting is bij meer senior-schuldtitels wel te geven, maar in veel mindere mate bij aandelen en andere junior-instrumenten als ach-

Tabel 5. Reorganisatiewaarde van 140 in plaats van 100.

Reorganisatiewaarde	140	Eigen vermogen		
		- geconverteerde senior-schuld	75%	75
		- geconverteerde achtergestelde schuld	25%	25
				100
		Senior-schuld		40
<i>Totaal</i>	<i>140</i>	<i>Totaal</i>		<i>140</i>

tergestelde leningen, omdat de waarderingonzekerheid omtrent de reorganisatiewaarde zich met name vertaalt in de meer junior-instrumenten. De waarderingdiscussie rond een akkoord zal dus voornamelijk gaan over de waardering van de aandelen en minder over de waardering van de schuldtitels. Deze discussie krijgt in de onderhandelingen in het kader van een financiële herstructurering extra kleur vanwege de grote onzekerheden en belangentegenstellingen die zich dan voordoen. Senior-schuldeisers die onder het akkoord via een ‘*debt-for-equity swap*’ aandelen krijgen aangeboden, hebben er belang bij dat de reorganisatiewaarde beperkt is. De ‘*absolute priority rule*’ betekent in zo’n geval immers dat hoe lager de reorganisatiewaarde is, hoe groter het aandelenbelang is dat zij in de geherstructureerde onderneming verkrijgen. Omgekeerd hebben aandeelhouders en junior-crediteuren belang bij een zo hoog mogelijk vastgestelde reorganisatiewaarde, omdat dit de kans vergroot dat zij onder het akkoord een aandeel behouden in de onderneming.

Volgens Baird and Bernstein 2006 vormt waarderingonzekerheid een verklaring van het feit dat in de praktijk vaak afgeweken wordt van de ‘*absolute priority rule*’. De redenering daarbij is dat de onderhandelingen over de hoogte van de reorganisatiewaarde plaatshebben in de schaduw van een bindende waardebeoordeling die van toepassing is als er geen positief onderhandelingsresultaat is (op grond van de WHOA heeft de rechtbank de mogelijkheid een deskundige te benoemen die de rechtbank kan adviseren omtrent allerlei geschillen, waaronder de waardering). De uitkomst van zo’n deskundigenonderzoek en de daarop gebaseerde rechterlijke beslissing is voor partijen onzeker. Baird and Bernstein 2006 beredeneren dat deze waarderingonzekerheid in het voordeel van de junior-vermogensverschaffers uitvalt en dat senior-vermogensverschaffers er daarom belang bij kunnen hebben junior-vermogensverschaffers in afwijking van de ‘*absolute priority rule*’ waarde te doen toekomen.¹⁷

6. Enkele vraagstukken bij de bepaling van de reorganisatiewaarde

In deze paragraaf bespreken we enkele vraagstukken die zich bij de bepaling van de reorganisatiewaarde onder de

WHOA in de praktijk zullen voordoen. Achtereenvolgens komen aan de orde:

- de betekenis van het begrip reorganisatiewaarde in relatie tot het begrip ondernemingswaarde;
- de te hanteren waardemaatstaf; en
- de te hanteren prognoses en disconteringsvoet.

6.1 Het begrip reorganisatiewaarde in relatie tot het begrip ondernemingswaarde

In aansluiting op wat in de Amerikaanse Chapter 11-procedure gebruikelijk is, duiden we *‘de te verwachten waarde van de activa en activiteiten van de schuldenaar indien het akkoord tot stand komt’* aan als de *‘reorganisatiewaarde’* (vgl. MvT, p. 57). Behalve van *‘reorganization value’* wordt in de V.S. ook gesproken van *‘value of the reorganized debtor’* en *‘total distributable value’* (vgl. Gilson 2010, p. 216; Pantaleo and Ridings 1996, p. 419–420; In Re Spansion, Inc. 2010). De reorganisatiewaarde is op het oog identiek aan wat in het vakgebied van de ondernemingswaardering de ondernemingswaarde (of *‘enterprise value’*) wordt genoemd: de totale waarde van de onderneming die onder de verschillende vermogensverschaffers wordt verdeeld (zie Koller et al. 2015, hoofdstuk 14).

Hier past echter een belangrijke kanttekening: de categorieën schuldeisers die bij een akkoord onderkend kunnen worden, hoeven niet overeen te komen met de schuld categorieën (in waarderingsjargon: *‘debt or debt equivalents’*) die normaal gesproken bij ondernemingswaardering onderscheiden worden (zie Koller et al. 2015, hoofdstuk 14). Dit geldt bijvoorbeeld voor de post handelscrediteuren. Deze is bij de ondernemingswaardering besloten in de ondernemingswaarde, maar dient in het kader van een akkoord als een klasse van schuldeisers te worden aangemerkt. Omgekeerd is het mogelijk dat bepaalde posten die bij ondernemingswaardering als schuld (in waarderingsjargon: *‘debt or debt like item’*) behandeld worden, geen verifieerbare schuld onder het akkoord vormen. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan bepaalde voorzieningen en transitorische posten. Ten slotte wijzen we op de mogelijkheid dat de WHOA de schuldenaar de mogelijkheid biedt om overeenkomsten, bijvoorbeeld huurovereenkomsten, te wijzigen of beëindigen. De verhuurder heeft dan recht op schadevergoeding en het akkoord kan voorzien in een wijziging van dit recht. De huurverlaging heeft een positief effect op de omvang van de vrije kasstromen en dus de reorganisatiewaarde.¹⁸

Het bovenstaande betekent dat voor de bepaling van reorganisatiewaarde diverse aanpassingen van bepaalde posten uit de ondernemingswaarde en *‘debt en debt like items’* nodig zijn. De waardeerder zal zich uiteraard met juristen dienen te verstaan over welke posten voor het doel van de WHOA als schuld dienen te worden aangemerkt. Voor een verdere uitwerking zie Van den Berg et al. 2019.

6.2 De te hanteren waardemaatstaf

De WHOA bevat geen bepalingen omtrent de te hanteren waardemaatstaf. In de ondernemingsrechtpraktijk worden verschillende waardemaatstaven gehanteerd. Hoewel bij de uitkoopprocedure of de geschillenregeling door de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam de waarde in het economische verkeer wordt gebruikt, ontbreekt voor de blokkeringsregeling een bepaling over de waardemaatstaf (Van den Berg 2019, par. 8.4).

Waardemaatstaven kunnen worden onderscheiden in maatstaven die een transactie veronderstellen en maatstaven die dat niet doen (Fishman et al. 2013). Bij op een transactie gebaseerde maatstaven als *‘waarde in het economische verkeer’*, *‘fair market value’* en *‘fair value’* is *‘waarde’* de verwachte of geschatte prijs die een onderneming of vermogenstitel bij verkoop kan opleveren. Wordt geen transactie verondersteld dan heeft de waardemaatstaf betrekking op de waarde voor een specifieke eigenaar, bijvoorbeeld de huidige eigenaar. Maatstaven die dan gebruikt worden om het begrip *‘waarde’* te duiden zijn onder meer: *‘economische waarde’*, *‘going concern’*-waarde en *‘stand alone’*-waarde (Van den Berg 2019, par. 3.2 en 8.3). Zoals hiervoor in paragraaf 2 is besproken is het transactieperspectief in het kader van de WHOA meestal niet (meer) relevant.

In de praktijk zal daarom worden uitgegaan van de reorganisatiewaarde als *‘stand alone’*- en *‘going concern’*-waarde in handen van de vermogensverschaffers onder het akkoord.

6.3 De te hanteren prognoses en disconteringsvoet

De negatieve spiraal waarin de onderneming in financiële moeilijkheden zich bevindt, betekent dat de *‘going concern’*-waarde in steeds sneller tempo verdampt. Het mes snijdt daarbij aan twee kanten: enerzijds verslechteren de financiële vooruitzichten waardoor de voor vermogensverschaffers beschikbare kasstromen minder worden en de bestaande vermogensstructuur niet langer houdbaar is, anderzijds verhogen vermogensverschaffers hun rentabiliteitseis met een *‘distress premium’* die het risico op faillissement reflecteert.¹⁹

Hoe dient met deze distress bij de bepaling van de reorganisatiewaarde te worden omgegaan? Naar onze mening dient het reorganisatieplan dat ten grondslag ligt aan het akkoord als uitgangspunt te worden genomen. Een *‘distress premium’* in de disconteringsvoet is dan niet meer van toepassing omdat het uitgangspunt van een akkoord onder de WHOA een levensvatbare onderneming is en het akkoord juist ziet op het weer gezond maken van de vermogensstructuur. Voor wat betreft de prognoses vormt het door de onderneming opgestelde reorganisatieplan een belangrijk houvast. Deze geeft inzicht in de maatregelen om de negatieve ontwikkelingen en de financiële effecten daarvan te keren. De onderbouwing en geloofwaardigheid van dit plan zal in belangrijke mate bepalen of vermogensverschaffers vertrouwen hebben in de reorga-

nisatie. Ook als het reorganisatieplan goed onderbouwd is, hoeven de daaraan ontleende prognoses niet zonder meer de enige basis te vormen voor de bepaling van de reorganisatiewaarde. De prognoses van herstel van een onderneming die zich in een dal bevindt, zijn met meer onzekerheden omgeven dan die van een gezonde onderneming. Het herstel gaat gepaard met zogenaamde ‘*executierisico's*’ die op enige wijze, bijvoorbeeld via een afslag op de prognoses, in de waardering verwerkt dienen te worden. Deze onzekerheid wordt groter als het resultaatsherstel niet alleen afhankelijk is van interne maatregelen, maar ook van externe omstandigheden zoals economisch en marktherstel. Bij het wegen van de onzekerheden dient gelaveerd te worden tussen de belangen van de senior- en junior-vermogensverschaffers. Zoals we in paragraaf 5 hebben gezien bevoordeelt een te hoge waardering de junior-vermogensverschaffers, een te lage waardering bevoordeelt de senior-vermogensverschaffers.²⁰

Interessant is hier te vermelden het voorstel dat het American Bankruptcy Institute (‘ABI’) in 2014 in haar advies over de modernisering van de Chapter 11-procedure heeft gedaan voor de oplossing van dit dilemma. Het ABI constateert dat op het moment van de reorganisatie de onderneming zich op een dieptepunt kan bevinden en dat daarna een sterke groei van de waarde kan plaatsvinden.²¹ Achteraf bezien is de vastgestelde reorganisatiewaarde dan niet zelden te laag, zo is de redenering. Het ABI stelt de introductie van een ‘*redemption option*’ voor, deze optie komt erop neer dat de klasse vermogensverschaffers die net out of the money is (‘*the immediate out of the money creditors*’), alsnog waarde ontvangt: een optiewaarde die uitdrukking geeft aan de ‘*upside*’ van de onderneming na reorganisatie (Van den Berg 2019, hoofdstuk 6). Dit voorstel maakt onderdeel uit van een bredere discussie over de houdbaarheid van de ‘*absolute priority rule*’ (zie paragraaf 3).

7. De opbrengst bij faillissement

De WHOA bepaalt dat het akkoord informatie bevat over “... de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement”. Met het oog op de ‘*best interest of creditors*’-test en de bepaling van de uitkering in contanten aan crediteuren die daarvoor mogen opteren dient ook de verdeling van de opbrengst over de vermogensverschaffers volgens de wettelijke rangorde in het akkoord te zijn opgenomen. De MvT licht over deze opbrengst bij faillissement het volgende toe (MvT, p. 57):

“Deze bepaling verwijst naar de waarde die voor de schuldeisers overblijft als het akkoord niet tot stand komt. Dit betreft niet zonder meer de liquidatiewaarde van activa als deze in faillissement los van elkaar te gelde worden gemaakt. Bestaat er een mogelijkheid dat in faillissement een activatransactie zou kunnen plaatsvinden waarbij bedrijfsonderdelen worden verkocht die vervolgens door de koper worden voortgezet, dan zal de opbrengst vaak

hoger zijn dan de liquidatiewaarde van de afzonderlijke activa. In dat geval dient de ‘going concern’ waarde die bij een dergelijke verkoop kan worden gerealiseerd te worden vermeld.”

Het uitgangspunt wordt dus gevormd door de daadwerkelijke opbrengstverwachtingen bij faillissement die ten tijde van het opstellen en aanbieden van het akkoord bestaan. Zo kan de mogelijkheid bestaan dat de onderneming (gedeeltelijk) ‘going concern’ verkocht kan worden. Het meest ongunstige scenario is volledige discontinuïteit, waarbij de activa op ‘*piece meal*’-basis verkocht wordt. Daartussen bevinden zich scenario’s waarbij delen van de onderneming worden voortgezet en andere beëindigd.

7.1 Opbrengst bij (gedeeltelijke) going concern-verkoop in faillissement

De mogelijkheid bestaat dat vanuit faillissement een doorstart plaatsvindt waarbij de onderneming geheel of gedeeltelijk *going concern* wordt verkocht. Gezien de waarde-erosie bij distress mag verwacht worden dat deze *going concern*-waarde lager is dan de reorganisatiewaarde ten tijde van het aanbieden van het akkoord. De publieke bekendmaking van financiële problemen en het faillissement zullen verdere negatieve gevolgen voor de waarde hebben.

Het ten tijde van het aanbieden van het akkoord bepalen van een *going concern*-waarde bij faillissement zal in de praktijk met de nodige schattingsproblemen gepaard gaan. Deze worden versterkt doordat niet volstaan kan worden met een waardering, het gaat immers om de verkoopopbrengst van de onderneming in faillissement. Dat vergt een inventarisatie van mogelijke kopers, schattingen van de prijzen die deze mogelijk willen betalen en een inschatting van de onderhandelingspositie van de curator.

Naar onze mening dient met deze onzekerheden rekening te worden gehouden bij de waardering onder de veronderstelling van faillissement. In de WHOA wordt gesproken over ‘... de opbrengst in faillissement...’. Het ligt in de rede dat deze opbrengsten contant gemaakt worden, rekening houdend met risico’s en tijdsverloop, naar het (verwachte) tijdstip van de beoogde sanctionering van het akkoord, zodat een zuivere vergelijking gemaakt kan worden met de reorganisatiewaarde.

7.2 Opbrengst bij beëindiging van de bedrijfsactiviteiten

Het andere uiterste in het spectrum van de opbrengsten bij faillissement betreft een volledige beëindiging van de bedrijfsactiviteiten en uitkering van de betreffende liquidatiewaarde. Dit is in dit scenario het bedrag dat gerealiseerd wordt bij afzonderlijke verkoop van de activa, verminderd met liquidatiekosten en eventuele andere kosten tot het moment van verkoop. In de praktijk wordt hierbij vaak gebruik gemaakt van ficties over het verkoopproces, bijvoorbeeld of sprake is van een ‘*fire sale*’ of van een ordelijk verkoopproces. Naar onze mening kan in het kader van de WHOA niet worden volstaan met een fictie, maar die-

nen de daadwerkelijke verwachtingen ten aanzien van het verkoopproces ten tijde van het akkoord als uitgangspunt te worden genomen. Ook de inschatting van de opbrengst bij beëindiging van de bedrijfsactiviteiten zal met de nodige onzekerheden en schattingsproblemen gepaard gaan. In onze optiek dient rekening te worden gehouden met risico's en de tijd benodigd voor de ontmanteling, door de betreffende waarde contant te maken naar het (verwachte) tijdstip van de beoogde sanctionering van het akkoord.

8. Conclusies en aanbevelingen

In dit artikel hebben we het doel van het dwangakkoord en de rol van waardebepaling onder de WHOA toegelicht. Waardebepaling speelt bij een akkoord onder de WHOA een belangrijke rol omdat de voorwaarden waaraan een

akkoord wordt getoetst verschillende waardebeoordelingen vergt. Schattings- en dus waarderingsonzekerheid bemoeilijkt de uitvoering van deze toetsen. Die onzekerheid is bij een onderneming in distress groter dan bij gezonde ondernemingen. De vaak gebrekkige informatie, het belangenconflict tussen 'senior'- en 'junior'-vermogensverschaffers en de tijdsdruk waaronder waarderingsuitgevoerd dienen te worden vergroten de waarderingsproblematiek van ondernemingen in distress.

De bepalingen over waardebepaling zijn in de WHOA erg summier. In onze optiek is de herstructureringspraktijk gediend met aanvullende handvatten. In dit artikel hebben wij een aantal vraagstukken besproken die zich volgens ons bij waardering onder de WHOA voordoen en hebben we suggesties gegeven voor antwoorden. Daarmee hopen we bij te dragen aan een succesvolle implementatie van de WHOA.

-
- **Prof. dr. W.G.M. Holterman** is hoogleraar Business Valuation aan de Rijksuniversiteit Groningen en partner bij Value Insights in Amsterdam.
 - **Mr. drs. S.W. van den Berg** is advocaat bij RESOR N.V. en in januari 2019 gepromoveerd op het onderwerp "*Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht*".
-

Noten

1. Het wetsvoorstel en de MvT zijn te raadplegen op respectievelijk <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2019/07/08/tk-wvs-homologatie-onderhands-akkoord> en <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2019/07/08/tk-mvt-homologatie-onderhands-akkoord>.
2. Voluit: Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord (Wet homologatie onderhands akkoord).
3. Zie: <https://wetgevingskalender.overheid.nl/Regeling/WGK005179>.
4. Dat dit middel vanuit juridisch perspectief moet worden beschouwd in het kader van verhaalsuitoefening door vermogensverschaffers, wordt toegelicht door Tollenaar (2017).
5. Deze situatie kan zich bijvoorbeeld voordoen als de afzetmarkt van een onderneming geslonken is en de onderneming heeft moeten inkrimpen. De activiteiten zijn dan nog wel rendabel, maar het niveau van de schulden is te hoog ten opzichte van de kleinere ondernemingsomvang.
6. Aandelen van een onderneming in distress kunnen vanuit een waarderingsoptiek gekarakteriseerd worden als een *call-optie* die 'at the money' of 'out of the money' is, met als onderliggende waarde de ondernemingswaarde en als uitoefenprijs de hoofdsom van de schulden van de onderneming. Zie: Black and Scholes 1973; Brealey et al. 2011, pp. 530 e.v. De waarde van een call-optie neemt onder meer toe bij een langere looptijd (lees: aandeelhouders weten een herstructurering langer voor zich uit te schuiven) en bij een hogere volatiliteit van de onderliggende waarde (lees: de aandeelhouders nemen grotere risico's, zij profiteren als deze gunstig uitpakken en hebben slechts weinig te verliezen als deze ongunstig uitpakken).
7. De Hoge Raad heeft bepaald dat bij de toewijzing van een vordering tot medewerking aan een buitengerechtelijk akkoord terughoudendheid is geboden. Slechts onder zeer bijzondere omstandigheden kan plaats zijn voor een bevel aan een schuldeiser om aan de uitvoering van een hem aangeboden akkoord mee te werken. Zie: HR 12 augustus 2005, *NJ* 2006/230 en *JOR* 2005/257 (*Groenemeijer/Payroll*); HR 24 maart 2017, *JOR* 2017/209 (*Mondia Investment/Van de Meent q.q. (V&D)*).
8. De term "tegenstemmende klasse" is niet helemaal accuraat. Wij bedoelen ermee aan te geven dat de vereiste meerderheid binnen de klasse niet is behaald om het akkoord als door die klasse aangenomen te beschouwen. Dit betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat de klasse of een meerderheid binnen de klasse daadwerkelijk tegen heeft gestemd. Het is best mogelijk dat een meerderheid vóór heeft gestemd, zij het niet met de vereiste gekwalificeerde meerderheid om instemming met het akkoord aan die klasse toe te dichten. Deze nuance brengen wij verder niet aan. Vgl. Tollenaar 2016, p. 5.
9. Hoewel de verificatieregels in faillissement niet van toepassing zijn, moeten deze regels waar nodig analoog worden toegepast. Vgl. Tollenaar 2017, par. 2.11.1.
10. Hiernaast geldt de (restrictief toegepaste) '*new value exception*': aandeelhouders mogen een belang behouden indien zij in ruil daarvoor nieuw geld of nieuwe waarde inbrengen die minimaal gelijk is aan waarde van het behouden belang.
11. Chapter 11 U.S. Code § 1129(b)(1).
12. Om de analogie van noot 6 te vervolgen: homologatie betekent dat de looptijd van de optie ten einde komt en 'out of the money' eindigt.
13. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijschelding van schuld

- en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie). Zie: <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2019/06/06/giving-entrepreneurs-a-second-chance-new-rules-on-business-insolvency-adopted/>
14. Baird 2017, p. 793: “The essential difference between absolute and relative priority is the effect of bankruptcy on the exercise date of the call-option component of the junior investment instrument. Under absolute priority, the bankruptcy accelerates the exercise date; a regime of relative priority leaves it untouched.”
 15. In het onderhavige voorbeeld is de waarde toevallig gelijk aan de marktwaarde van de achtergestelde lening in de situatie van distress.
 16. Naar analogie van de call-optie (zie voetnoot 6 van dit artikel): een financiële herstructurering impliceert dat de looptijd van de call-optie nihil is, waardoor de optie geen verwachtingswaarde meer heeft. De optie expireert “out of the money”: de onderliggende ondernemingswaarde is 120 en de uitoefenprijs (nominale bedrag van de senior- en achtergestelde schuld) bedraagt 160.
 17. De achterliggende gedachte is, naar analogie van een financiële call-optie, dat junior-vermogensverschaffers meer profiteren van een te hoge waardering door een deskundige dan dat ze nadeel ondervinden van een te lage waardering. Voor senior-crediteuren geldt het omgekeerde.
 18. Als gevolg van de aanpassing van de huurovereenkomst wordt de huur weliswaar lager, ook de *tax shield* (aftrekbaarheid van de operationele winst) neemt af. Daar tegenover ontstaat in het kader van het akkoord een schuld aan de verhuurder (welke schuld onder het akkoord ook kan worden gewijzigd). De mogelijke fiscale implicaties hiervan vallen buiten het bestek van dit artikel.
 19. In de praktijk wordt een veelheid aan benaderingen gehanteerd om distress in de waardering te verwerken, waarbij onderscheid gemaakt kan worden in benaderingen waarin de discount rate wordt verwerkt. Zie bijvoorbeeld Damodaran 2018, chapter 12, pp. 431–491.
 20. Zie de voorbeelden in tabellen 4 en 5.
 21. ABI report 2014, p. 213: “(...) to the extent that a plan is confirmed during a downturn in the economy generally or the debtor’s industry more specifically, the valuations used to support the plan distributions may value the reorganized entity at a low point in the valuation cycle.”

Literatuur

- Andrade G, Kaplan SN (1998) How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The Journal of Finance* 53(5): 1443–1493. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>
- Baird DG (1986) The uneasy case for corporate reorganizations. *The Journal of Legal Studies* 15(1): 127–147. <https://www.jstor.org/stable/724364>
- Baird DG, Bernstein DS (2006) Absolute priority, valuation uncertainty, and the reorganization bargain. *The Yale Law Journal* 115(8): 1930–1970. <https://doi.org/10.2307/20455676>
- Baird DG (2017) Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review* 165(4): 785–830.
- Black F, Scholes M (1973) The pricing of options and corporate liabilities. *The Journal of Political Economy* 81(3): 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>
- Boot AWA, Ligterink JE (2000a) De efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving. *Topics in Corporate Finance* 3. Amsterdam Center for Corporate Finance. <https://hdl.handle.net/11245/1.190386>
- Boot AWA, Ligterink JE (2000b) Faillissementswetgeving in internationaal perspectief. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 74(11): 492–499.
- Brealey RA, Myers SC, Allen F (2011) *Principles of corporate finance*, 10e druk. McGraw-Hill.
- Broude RF (1984) Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The settlement imperative. *The Business Lawyer* 39(2): 441–454. <https://www.jstor.org/stable/40686562>
- Brown DT (1989) Claimholder incentive conflicts in reorganization: The role of bankruptcy law. *Review of Financial Studies* 2(1): 109–123. <https://doi.org/10.1093/rfs/2.1.109>
- Casey A (2011) The creditor’s bargain and option-preservation priority in Chapter 11. *University of Chicago Law Review* 78(3): 759–807.
- Couwenberg O (1997) Resolving financial distress in the Netherlands. *Dissertatie Rijksuniversiteit Groningen*. <http://hdl.handle.net/11370/f337d8e4-e922-4259-a6fb-b471218f121a>
- Damodaran A (2018) *The dark side of valuation. Valuing young, distressed, and complex businesses*. Financial Times Prentice Hall.
- De Weijts RJ, Jonkers A, Malakotipour M (2019) The imminent distortion of European insolvency law: How the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing ‘relative priority’ (RPR). *Amsterdam Law School Research Paper no. 2019-10*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3350375>
- Fishman JE, Pratt SP, Morrison WJ (2013) *Standards of value: Theory and applications*, 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119204244>
- Giammarino RM (1989) The resolution of financial distress. *Review of Financial Studies* 2(1): 25–47. <https://doi.org/10.1093/rfs/2.1.25>
- Gilson SC (2010) *Creating value through corporate restructuring. Case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*, 2nd edition. Wiley & Sons (Hoboken, NJ).
- In Re Spansion, Inc. (2010) 426 B.R. 114 (Bankr. D. Del. 2010). <https://www.courtlistener.com/opinion/1901520/in-re-spansion-inc/>
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Koller T, Goedhart M, Wessels D (2015) *Valuation, measuring and managing the value of companies*, 6th edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Myers SC (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2): 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Pantaleo PV, Ridings BW (1996) Reorganization value. *The Business Lawyer* 51(2): 419–442. <https://www.jstor.org/stable/40687646>
- Shleifer A, Vishny RW (1992) Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance* 47(4): 1343–1366. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04661.x>
- Tabb CJ (2009) *The law of bankruptcy*, 2nd edition. Foundation Press.
- Tollenaar NWA (2016) *Het pre-insolventieakkoord*. Proefschrift Rijksuniversiteit Groningen. Wolters Kluwer (Deventer). <http://hdl.handle.net/11370/744e2372-3da4-49d0-b514-123b1070e069>

- Tollenaar NWA (2017) De akkoordprocedure onder het Voorontwerp WHOA. In Bobeldijk ACP, Van Hees JJ, Josephus Jitta MW, De Kluiver HJ, Tollenaar NWA, Veder PM, Verstijlen FMJ, Van Vugt MHF (2017). Het dwangakkoord buiten faillissement. Beschouwingen over het Voorontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement. Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Uitgeverij Paris (Zutphen): 29–34.
- Van den Berg SW (2019) Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht (Onderneming en recht nr. 107). Proefschrift Radboud Universiteit Nijmegen. Wolters Kluwer (Deventer).
- Van den Berg SW, Holterman WGM, Haanappel HT (2019). De reorganisatiewaarde onder de WHOA. Tijdschrift voor Insolventierecht 2019(10): 81–90.
- Van den Sigtenhorst R, Vriesendorp RD, Hermans RM (2017) Reactie De Brauw Blackstone Westbroek op consultatie WHOA, 30 november 2017. <https://www.debrauw.com/wp-content/uploads/2014/11/20171130-Reactie-De-Brauw-op-consultatie-WHOA.pdf>